

深信服（300454）

2024 年报点评：走在正确的轨道上

事件：公司发布 2024 年年报：2024 年公司实现在营收 75.19 亿元，实现归母净利润 1.96 亿元；云计算业务同比增长 9.51%（达 33.84 亿），毛利率下降 3.66pct 至 61.47%

点评：

1、现金流 8 亿超预期，体现公司优异的经营和财务管理能力以及战略定力

公司收入和利润，符合此前预告，云业务占比提升下毛利率微降。经营现金流达 8.12 亿，单四季度流入超 15 亿（历史最高），体现出优异的经营和财务管理能力。同时，考虑 2024 年大环境，体现出公司对经营质量与经营增长的平衡，“长期主义”战略定力十足。

2、不只是 XaaS 业务，大客户进展持续加码，预计安全产品能力提升为重要的牵引

公司“长期主义”聚焦产品价值创新，在 2024 年收获颇丰。根据公告，公司合同负债同比增长 20.35%，和 XaaS 业务持续增长有关。企业收入同比增长 1.8%，预计大客户增长扮演重要角色，MSS+安全 GPT+XDR 等安全产品壁垒持续提升。

3、厚积薄发，EDS+AICP 算力平台有望驱动公司云业务持续快速增长

DeepSeek 驱动云计算产业趋势加速，公司力求 AICP 算力平台实现软件价值创新，一体机业务有望体现较高毛利。考虑供应链周期，相关业务 Q2 有望放量。同时，EDS 市场空间广阔，看好市场份额有望持续提升（根据 IDC 数据，2024 年 Q3 超融合市场份额为第一，EDS 暂为第四）。

盈利预测：

凭借 DeepSeek 赋能，公司算力平台（EDS+AICP）等新产品已全面落地，以及安全 GPT 等安全业务在大客户市场的有力推动，因此我们上调了盈利预测。

公司注重经营质量和成本管控，三费在 2024 年得到进一步控制。预计公司 2025-2027 年收入为 82.72/95.12/104.38 亿元（前次预测 2025、2026 年收入为 82.57/90.61 亿元），同比增速为 10%/15%/9.73%，若 2025 年收入进一步提速（在海外与客户需求增长、云业务+XaaS 产品发力等多重驱动下），公司利润弹性有望进一步释放，预计 25-27 年归母净利润达 4.06/7.45/8.58 亿元（前次预测 2025、2026 年归母净利润为 3.23、4.45 亿元），经营现金流达 13.5/19.07/20.68 亿元。

风险提示：市场竞争加剧风险、行业景气度下行风险、供应链紊乱风险、大客户进展及订单不及预期、盈利预测与估值偏差等。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,662.17	7,519.76	8,271.73	9,512.49	10,438.06
增长率(%)	3.36	(1.86)	10.00	15.00	9.73
EBITDA(百万元)	206.00	176.00	425.61	733.61	869.61
归属母公司净利润(百万元)	197.83	196.87	406.13	744.67	857.81
增长率(%)	1.89	(0.49)	106.30	83.36	15.19
EPS(元/股)	0.47	0.47	0.96	1.77	2.03
市盈率(P/E)	228.42	229.53	111.26	60.68	52.68
市净率(P/B)	5.13	4.93	4.72	4.63	4.39
市销率(P/S)	5.90	6.01	5.46	4.75	4.33
EV/EBITDA	100.51	82.40	7.10	6.90	6.70

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2025 年 04 月 01 日

投资评级

行业	计算机/软件开发
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	107.11 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	421.88
流通 A 股股本(百万股)	278.23
A 股总市值(百万元)	45,187.70
流通 A 股市值(百万元)	29,801.05
每股净资产(元)	21.49
资产负债率(%)	39.77
一年内最高/最低(元)	142.00/42.70

作者

王屿熙	分析师
SAC 执业证书编号：S1110524010001	
wangyuxi@tfzq.com	
刘鉴	联系人
liujianb@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《深信服-半年报点评:Q2 单季度收入降幅收窄，降本增效成果显著》 2024-09-24
- 2 《深信服-公司点评:三个乐观的信号》 2023-05-15
- 3 《深信服-季报点评:现金流结构先行改善，费用稳定下静待利润释放》 2022-11-02

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	737.20	525.28	827.17	3,090.31	5,051.82
应收票据及应收账款	903.38	825.93	944.04	913.11	730.93
预付账款	29.50	28.26	31.03	36.65	37.65
存货	382.85	340.34	380.57	458.01	459.93
其他	4,899.64	5,184.27	5,290.52	5,202.14	5,337.58
流动资产合计	6,952.56	6,904.08	7,473.34	9,700.21	11,617.91
长期股权投资	409.88	473.52	552.02	552.02	552.02
固定资产	312.21	837.14	755.36	644.58	515.30
在建工程	491.94	292.41	372.41	422.41	487.41
无形资产	271.24	266.71	258.88	251.04	243.21
其他	6,591.08	6,448.55	5,833.73	6,214.09	6,129.87
非流动资产合计	8,076.35	8,318.33	7,772.40	8,084.15	7,927.81
资产总计	15,028.91	15,222.42	15,245.74	17,784.35	19,545.72
短期借款	825.53	200.14	312.20	568.20	479.50
应付票据及应付账款	975.33	907.12	1,061.30	1,197.35	1,274.15
其他	1,321.66	1,499.82	3,677.62	5,020.24	5,958.27
流动负债合计	3,122.52	2,607.08	5,051.11	6,785.79	7,711.92
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	1,117.61	1,155.41	0.00	0.00	0.00
其他	634.66	671.21	620.17	642.01	644.46
非流动负债合计	1,752.27	1,826.62	620.17	642.01	644.46
负债合计	6,221.32	6,054.32	5,671.28	7,427.80	8,356.38
少数股东权益	2.33	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	419.79	421.86	421.88	421.88	421.88
资本公积	5,184.15	5,394.80	5,394.80	5,394.80	5,394.80
留存收益	3,129.21	3,392.02	3,798.16	4,542.82	5,400.63
其他	72.11	(40.59)	(40.37)	(2.95)	(27.97)
股东权益合计	8,807.59	9,168.10	9,574.46	10,356.55	11,189.34
负债和股东权益总计	15,028.91	15,222.42	15,245.74	17,784.35	19,545.72

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	198.68	196.70	406.13	744.67	857.81
折旧摊销	213.68	220.59	289.61	298.61	307.11
财务费用	(196.21)	(206.32)	(175.00)	(175.00)	(175.00)
投资损失	(69.28)	(104.77)	(70.49)	(84.92)	(89.07)
营运资金变动	(1,462.99)	256.86	881.27	1,098.42	1,127.31
其它	2,262.75	448.89	18.50	25.50	40.00
经营活动现金流	946.61	811.94	1,350.03	1,907.29	2,068.16
资本支出	318.72	627.97	331.04	276.64	332.45
长期投资	16.22	63.64	78.50	68.48	99.90
其他	(3,441.89)	(861.53)	(587.55)	(455.70)	(598.28)
投资活动现金流	(3,106.95)	(169.93)	(178.01)	(110.58)	(165.93)
债权融资	1,364.11	(394.82)	(870.35)	429.00	84.30
股权融资	866.39	100.03	0.23	37.42	(25.02)
其他	(798.89)	(547.87)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,431.61	(842.67)	(870.12)	466.43	59.28
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(728.74)	(200.66)	301.90	2,263.13	1,961.51

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,662.17	7,519.76	8,271.73	9,512.49	10,438.06
营业成本	2,671.53	2,897.65	2,971.21	3,409.28	3,730.56
营业税金及附加	72.89	66.38	79.41	91.32	100.21
销售费用	2,701.93	2,506.62	2,392.18	2,497.98	2,685.71
管理费用	371.58	381.55	396.22	402.38	481.19
研发费用	2,266.20	2,117.87	2,216.82	2,547.45	2,772.35
财务费用	(211.62)	(198.15)	(175.00)	(175.00)	(175.00)
资产/信用减值损失	(28.23)	(4.15)	(24.70)	(17.09)	(13.59)
公允价值变动收益	1.44	5.22	18.50	25.50	40.00
投资净收益	72.46	111.80	70.49	84.92	89.07
其他	(464.97)	(576.30)	0.00	0.00	0.00
营业利润	208.96	211.27	455.18	832.42	958.52
营业外收入	6.45	4.49	5.47	4.98	5.22
营业外支出	11.70	11.41	9.39	9.99	10.62
利润总额	203.71	204.34	451.26	827.41	953.12
所得税	5.04	7.65	45.13	82.74	95.31
净利润	198.68	196.70	406.13	744.67	857.81
少数股东损益	0.85	(0.17)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	197.83	196.87	406.13	744.67	857.81
每股收益（元）	0.47	0.47	0.96	1.77	2.03

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	3.36%	-1.86%	10.00%	15.00%	9.73%
营业利润	2.45%	1.11%	115.44%	82.88%	15.15%
归属于母公司净利润	1.89%	-0.49%	106.30%	83.36%	15.19%
获利能力					
毛利率	65.13%	61.47%	64.08%	64.16%	64.26%
净利率	2.58%	2.62%	4.91%	7.83%	8.22%
ROE	2.25%	2.15%	4.24%	7.19%	7.67%
ROIC	0.31%	-1.51%	-46.29%	-65.80%	-29.65%
偿债能力					
资产负债率	41.40%	39.77%	37.20%	41.77%	42.75%
净负债率	14.29%	9.57%	-4.91%	-23.94%	-40.50%
流动比率	1.56	1.63	1.48	1.43	1.51
速动比率	1.47	1.55	1.40	1.36	1.45
营运能力					
应收账款周转率	8.89	8.70	9.35	10.24	12.70
存货周转率	23.35	20.80	22.95	22.69	22.74
总资产周转率	0.56	0.50	0.54	0.58	0.56
每股指标（元）					
每股收益	0.47	0.47	0.96	1.77	2.03
每股经营现金流	2.24	1.92	3.20	4.52	4.90
每股净资产	20.87	21.73	22.69	24.55	26.52
估值比率					
市盈率	228.42	229.53	111.26	60.68	52.68
市净率	5.13	4.93	4.72	4.63	4.39
EV/EBITDA	100.51	82.40	7.10	6.90	6.70
EV/EBIT	-268.89	-139.44	255.25	74.60	54.41

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 邮编：100088 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com